Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com
선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권 리서치센터

해외 크레딧

미국 사모대출 Cov-lite 확산, 진짜 문제가 뭘까?

왜 Cov-lite 확산이 나타나는가

최근 미국 신용시장은 경기 둔화에도 불구하고 거래 경쟁과 유동성 공급이 계속 확대되면서, 계약 조건이 점차 완화되는 방향으로 움직이고 있다. 특히, Covenant-light (재무조항 완화형) 대출은 공모 신디케이티드론 (BSL)과 사모대출 (Private Credit) 양쪽 모두에서 빠르게 확산되고 있다.

본래 Cov-lite는 공모형 시장에서 대형 LBO가 성행할 때 나타나던 전형적인 현상이다. 그러나 지금은 대형 Private Credit 운용사들이 BSL 공백을 메우며 동일한 조건으로 경쟁하는 구조가 자리잡고 있다. 실제 Ares, KKR, Blackstone, Apollo 등 메가펀드들이 속도와 규모 중심의 딜 경쟁에 뛰어들며 Cov-lite 조건을 수용해 시장 점유율을 높이고 있다. 그 결과 공모 (BSL)와 사모 (Private Credit) 간 경계는 흐려지고, 두 시장은 동일한 신용 팽창 구조 안에서 맞물려 돌아가고 있다.

Cov-lite Vs. Cov-heavy는 뭐가 다른가? "위험의 형태"가 다르다.

Cov-lite가 빠르게 확산되고 있지만, 모든 시장이 이를 동일하게 적용하는 것은 아니다.
대형 Private Credit은 거래 규모와 속도 경쟁에서 우위를 확보하기 위해 공모시장 (BSL) 수준의 완화된 조건 (Cov-lite)을 적극 수용하는 반면, 미들마켓 (MM) 운용사들은 여전히 Cov-heavy (엄격한 재무조항)를 중심으로 리스크를 관리한다
그러나 Cov-lite냐 Cov-heavy냐가 '안전/위험'을 단순히 구분하는 기준은 아니다.
두 구조는 적용되는 환경과 기업 특성에 따라 서로 다른 형태의 리스크 프로파일을 만들어 낸다. Cov-lite는 조건 완화의 대가로, 거래가 소수 대형 운용사에 집중되고 레버리지가 중첩되는 '속도 기반의 위험'이 시장 전체에 더 빠르게 누적될 수 있다. 반대로 Cov-heavy는 재무조항을 통해 통제는 가능하지만, 경기 둔화 시 차입기업의 현금흐름 악화·유동성 제약·만기 미스매치 등에 민감한 '기초체력 기반의 위험'이 더 강하게 드러난다.
즉, 차이는 어느 쪽이 더 안전한가가 아니라, 각 구조가 어떤 방식으로 위험을 쌓고 언제 표면화 시키는가에 있다.

Cov-lite의 진짜 문제는 "리스크의 이동"에 있음

Cov-lite 확산의 더 근본적인 문제는 조항의 완화 자체가 아니다. 차입기업에 대한 통제력이 약해지면서, 기업 단계에서 막아야 할 위험이 Private Credit 펀드 단계로 이동할 수 있다는 점을 주목해야 한다.

과거에는 구조가 단순했다. 기업이 빚을 내고 그 기업이 위험을 떠안는 '단층 레버리지' 구조였다. 그러나 Cov-lite 환경에서는 차입기업의 실적 악화나 재무지표 훼손이 늦게 드러나고, 대출자가 조기에 개입하거나 구조를 조정할 여지가 거의 없다. 이로 인해 차환·유동성 부담이 Private Credit 펀드로 이전되면서, 펀드가 자체적으로 유동성을 조달해 문제를 메

워야 하는 사례가 증가하고 있다. 바로 이 지점에서 Private Credit 시장의 레버리지가 펀드 레벨로 적층되기 시작한다.

기업의 위험이 펀드로 옮겨 붙고, 펀드가 추가로 빚을 내며 위험이 한층 더 쌓이는 '다층 레버리지'가 만들어지는 것이다. 이러한 구조의 중심에 있는 수단이 바로, 최근 구조적 우려가 커지는 NAV Loan (펀드 차입)이다.

Private Credit 펀드는 보유한 대출채권들을 묶어 담보로 삼고 은행·기관투자자로부터 자금을 빌려 신규 투자, LP 분배, 기존 대출 차환 (rescue financing) 등에 활용한다. 겉으로 보면 펀드 단위의 유동성 개선처럼 보이지만, 실질적으로는 펀드가 차입기업의 부채와 위험을 그대로 떠안는 구조가 만들어질 수 있다. (기업 → 펀드 → 대주단으로의 위험 체인)

이때 가장 큰 문제는 NAV Loan, PIK interest, Fund-level leverage 등 대부분의 펀드 차입이 공시의무가 없고 (off-balance) 감독당국의 시야 밖에 놓여 있다는 점이다. 따라서 외부에서는 펀드가 실제로 얼마나 레버리지되었는지, 유동성 충격이 어느 시점에 나타날지 체계적으로 파악하기 어렵다. 바로 이 점이 글로벌 신평사들이 지속 경고하고 있는 '숨은 (back) 레버리지' 구조다. 표면적으로는 펀드 NAV와 수익률이 안정적으로 보이더라도, 내부적으로는 겹겹이 쌓인 레버리지가 특정 시점에 한꺼번에 드러날 수 있는 위험을 내포한다.

Private Credit이 만들어내는 '보이지 않는 Risk'

Private Credit은 비은행 (Non-Deposit Financial Institution, NDFI)으로 분류되어 Basel Ⅲ, SLR, LCR 등의 은행자본 규제를 적용받지 않는다. SEC 등록 의무 역시 운용사 단위에 국한되어 있어, 펀드 차입 구조나 대출 포트폴리오의 세부 내역은 감독당국이 직접 들여다보기 어렵다. 즉, 신용 리스크는 사라지지 않고 기업 단계에서 펀드 구조 속으로 흡수되어, 그림자 레버리지로 쌓이게 되는 것이다.

현재 Private Credit의 성장과 Cov-lite 확산은 단순한 대체 금융의 확대가 아니다. 규제권 밖에서 신용이 빠르게 늘어나는 구조적 변화를 암시한다. 공모 (BSL)과 사모 (Private Credit)의 경계가 흐려지고, 대형이든 중소형이든 모든 세그먼트도 리스크 '안전지대'라 볼 수 없다. 기존의 위험은 그대로 존재하는 데다, 새로운 위험이 조용히 축적되고 있기 때문이다.

단기적으로는 유동성과 모멘텀에 힘입어 성장세가 이어질 수 있겠으나, 보이지 않는 리스크 위험이 일정 수준에 도달하게 되면 신용 심리는 급격히 경색될 수 있다. 신용 심리와 유동성 흐름은 결국 이 숨은 레버리지 노출 여부 (투명성)에 따라 좌우될 것이다.

KEY CHART

도표 1. 은행 대출 vs. Private Credit 구조 비교

	은행 대출	Private Credit (공통)
규제체계	Basel Ⅲ, SLR, LCR 적용	비적용 (비은행 영역)
자본요건	자기자본 비율 엄격	제한적 (펀드 단위 자율)
공시의무	정기적, 투명	비공시, 비정기
레버리지 측정	감독기준 존재	펀드별 자체평가
시스템 감시	중앙은행·감독기관	제한적 관측

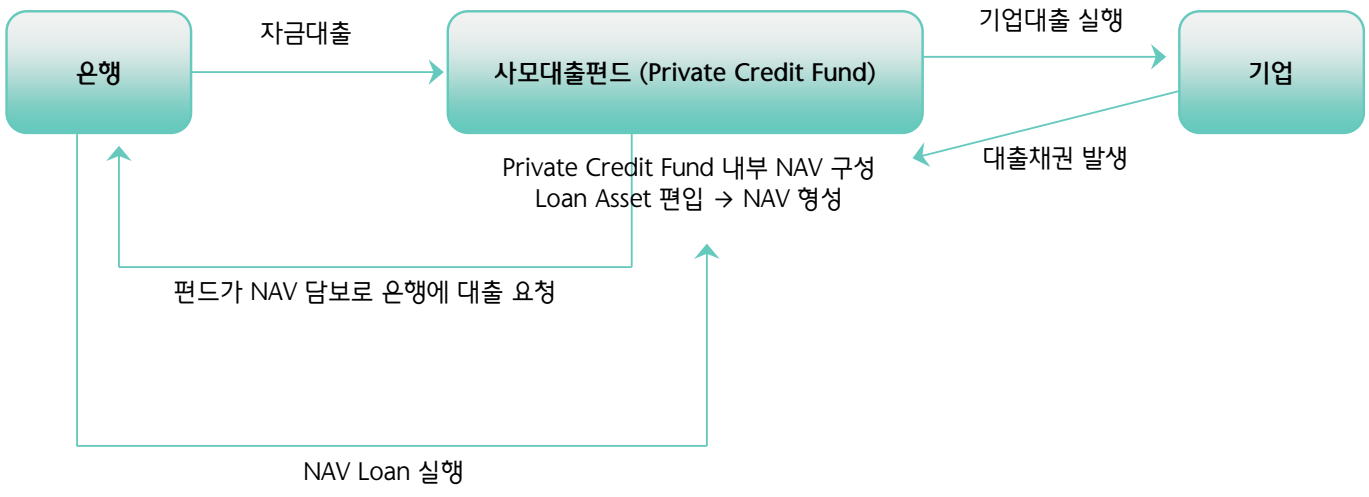
자료: 하나증권

도표 2. 대형 vs. 중소형 Private Credit 구조 비교

	대형 Private Credit (메가딜)	중소형 Private Credit (MM 딜)
경쟁상대	BSL, 기관투자자 중심	은행, 지역금융 중심
계약조항	Cov-lite 비중 높음	Cov-heavy 중심
차입자	대기업·PE-backed LBO 물론, MM 딜도 진행	비상장 중견기업
리스크 전이 속도	상당 (시장형)	느림 (관계형)
잠재 리스크	거래 집중·레버리지 중첩	회수경로 협소·유동성 제약

자료: 하나증권

도표 3. 복잡해지는 레버리지 구조 (NAV Loan)



자료: 하나증권